

2023년 07월 26일

# KIWOOM Digital Asset Issue

키움증권 리서치센터 디지털자산리서치팀

| 디지털자산/원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com

| RA 조재환 idirection@kiwoom.com

## [#스테이블 코인] 1. 스테이블 코인이란?

### • 스테이블 코인의 개념과 종류

- 스테이블 코인은 가치가 법화나 자산 간의 교환 비율을 고정한 디지털 화폐를 의미하며 주요 스테이블 코인은 대부분 미국 달러와 교환 비율이 1:1로 고정되어 있음
- 스테이블 코인의 유형은 법화 담보형, 가상자산 담보형, 알고리즘형으로 나누어지며, 시가총액이 1조원이 넘는 스테이블 코인은 총 5개. 이 중 4개가 법화 담보형 스테이블 코인이며 1개는 가상자산 담보형 스테이블 코인

### • 스테이블 코인의 용도

- 가상자산 생태계에서 스테이블 코인은 가상자산 거래에 사용되고 있으며, 2020년 이후 가파르게 성장한 디파이 서비스로 스테이블 코인의 사용처가 다양해지고 있다는 분석이 나오기도 함

### 스테이블 코인의 개념과 종류

지난주 자료에서는 2020년 말부터 시작된 미국 증권선물위원회(SEC)와 리플 간의 소송 내용과 결과를 살펴보았다. 미국 재판부는 리플이 기관 투자자를 대상으로 판매를 진행한 리플(XRP)에 대해서는 증권법을 위반한 것으로 발표했으나, 거래소에서 개인 고객에 대한 판매는 증권법을 위반하지 않은 것으로 결론을 내렸다. 관련 소송의 상징성 등을 감안하면 국내에서도 추후 디지털자산에 대한 증권성 판단 시 주요 참고 사례가 될 가능성이 높아 보인다.

#### \* 백서(White Paper)

: 불특정 다수에게  
블록체인을 어떻게 구성할  
것인지, 특정 가상자산에  
담긴 철학이 무엇인지 등을  
설명하는 문서

#### \* 준비금 증명(POR)

: 지급 준비 현황을  
주기적으로 공개하여  
약속한 법화를 제공할 수  
있음을 증명하는 방법

이번주 자료에서는 2020년 가상자산 시장과 함께 가파른 성장세를 보였던 스테이블 코인(Stable Coin)에 대해서 정리해보고자 한다. 자본시장연구원에 따르면, 스테이블 코인이란 가치가 법화나 자산 간의 교환 비율을 고정한 디지털 화폐를 의미한다. 현재 주로 사용되는 스테이블 코인은 대부분 미국 달러와의 교환 비율을 1:1로 고정하고 있으며, 이러한 교환 비율을 유지하는 방법에 대한 설명이 스테이블 코인 백서의 핵심이다. 예를 들어 현재 스테이블 코인 중 시가총액이 가장 큰 테더(Tether)는 백서에서 준비금 증명(Proof of Reserve, POR) 방식을 통해 교환 비율을 유지하겠다고 밝혔다. 이에 비트코인과 같은 전통적인 가상자산의 경우 법정화폐로 표기되는 가치의 변동성이 매우 큰 반면, 스테이블 코인은 가상자산 대비 변동성이 매우 낮다

#### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

#### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 스테이블 코인 vs 전통적인 가상자산

|       | 스테이블코인                                           | 전통적인 가상자산                                |
|-------|--------------------------------------------------|------------------------------------------|
| 변동성   | 매우 낮음                                            | 상당히 높을 수 있음                              |
| 특징    | 법정화폐나 귀금속과 같은 자산과 유사하고 일종의 교환 매체, 가치저장 수단 등으로 사용 | 블록체인 프로토콜에 따라 결정되는 만큼 가상자산 별로 다양한 특징을 지님 |
| 담보    | 준비금이나 알고리즘 등                                     | 물리적 상품 등의 담보 부재                          |
| 통제 권한 | 대부분의 스테이블 코인은 중앙 기관에 의해 통제                       | 대부분의 가상자산은 탈 중앙화를 목표로 함                  |

자료: Cointelegraph, 키움증권 리서치센터

스테이블 코인의 종류는 크게 담보의 유무를 기준으로 담보형과 알고리즘형으로 나눌 수 있고, 담보형 스테이블 코인은 담보의 종류에 따라 다시 구분된다. 법화를 담보로 하는 경우 법화 담보형, 가상자산을 담보로 하는 경우 가상자산 담보형 스테이블 코인이라고 한다. 2023년 7월 현재 CoinMarketCap 기준 등록되어 있는 스테이블 코인의 수는 147개에 달하지만, 그 중 시가총액이 1조원을 넘는 코인은 총 5개이고 모두 담보형 스테이블 코인이다. 5개 모두 달러에 페깅되어 있으며, 5개 중 4개는 법화 담보형, 1개는 가상자산 담보형 스테이블 코인이다. 2021년 테라 프로젝트의 성공으로 알고리즘형 스테이블 코인에 대한 관심이 증폭되었던 시기가 있었으나, 테라-루나 폭락 사건 이후 이러한 관심은 줄어든 상태다.

## 시가 총액 1조원 이상의 스테이블 코인

| 토큰명          | 티커   | 유형       | 시가총액(십억원) | 거래량(백만원)   | 유통공급량               |
|--------------|------|----------|-----------|------------|---------------------|
| Tether       | USDT | 법화 담보형   | 107,813   | 20,388,410 | 83,796,187,303 USDT |
| USD Coin     | USDC | 법화 담보형   | 34,547    | 2,503,567  | 26,853,724,828 USDC |
| Dai Coin     | DAI  | 가상자산 담보형 | 5,915     | 69,117     | 4,599,029,205 DAI   |
| Binance Coin | BUSD | 법화 담보형   | 4,954     | 1,606,854  | 3,851,534,048 BUSD  |
| True Dollar  | TUSD | 법화 담보형   | 3,610     | 1,672,640  | 2,807,559,421 TUSD  |

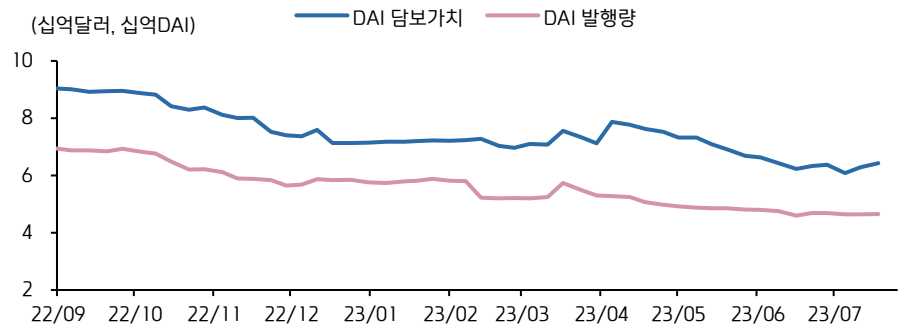
자료: CoinMarketCap, 키움증권 리서치센터

주: 2023년 7월 24일 기준. 거래량은 24시간 기준

유형별 스테이블 코인의 특징과 주요 스테이블 코인을 살펴보면 우선, 법화 담보형 스테이블 코인은 법화 외에도 국채나 회사채와 같은 전통적인 유가증권을 준비금으로 보유해 가치를 고정한다. 가장 대표적인 스테이블 코인인 테더(USDT)의 2023년 3월 말 기준 준비금을 살펴보면 80% 이상이 미 국채, 역레포 등과 같은 현금 및 현금 등가물과 기타 단기 예금으로 구성되어 있다. 이외에 귀금속, 비트코인 등도 담보 자산으로 보유 중이다. USDC의 경우 준비금의 80%는 미국 단기 국채로, 20%는 은행 예금으로 구성하고 있고 BUSD 또한 이와 유사하게 준비금을 구성하고 있다.

가상자산 담보형 스테이블 코인은 담보가치가 발행가치보다 큰, 과담보 발행 방식을 채택하고 있다. 가장 유명한 가상자산 담보형 스테이블 코인인 다이(DAI)의 경우를 살펴보면, 2022년 7월부터 현재까지 다이의 발행량은 담보가치의 75% 내외의 수준에서 발행되고 있다. 가상자산은 큰 가격 변동성을 가지고 있으나 이러한 과담보 설정으로 다이에 대해 지급 불능의 위험이 없다고 평가하기도 한다. 이와 동시에 다이의 담보에 일반적인 가상자산 외 USDC 등 다른 스테이블 코인도 있다는 측면에서 다른 스테이블 코인에 의존하는 불완전한 스테이블 코인이라는 비판을 받기도 한다.

#### DAI 담보가치 및 발행량 추이



자료: DaiStats, 카움증권 리서치센터

#### \* 테라와 루나

: 테라와 루나는 2022년 5월 가격변동성이 극심해지며 대부분의 거래소에서 거래가 중단되거나 상장이 폐지됨. 그리고 이후 테라 체인을 업그레이드하는 과정에서 기존의 테라, 루나는 토큰이 각각 USTC, LUNC로 변경됨. 본 리포트에서는 UST, LUNA를 그대로 사용

마지막으로 알고리즘형 스테이블 코인은 별도의 준비금이 아닌, 미리 정해진 알고리즘으로 수요와 공급을 조절하는 방식을 통해 페깅을 유지하는 스테이블 코인을 말한다. 가장 유명한 알고리즘형 스테이블 코인은 테라(UST)이다. 테라의 경우, 루나(LUNA)와의 교환을 통해 페깅을 유지했다. 테라에는 메인넷이 존재했는데, 그 메인넷에서 1달러어치의 루나와 테라를 교환할 수 있었다. 차익(Arbitrage)거래자들은 테라의 가치가 1달러를 넘으면 1달러어치 루나를 테라로 교환하고, 테라의 가치가 1달러에 못 미치면 테라를 1달러어치 루나로 교환하는 방식으로 차익거래를 진행했고 그 과정에서 자연스럽게 1테라(UST)=1 달러(USD)의 페깅이 유지되었다. 그러나 테라는 2022년 5월 페깅이 깨진 이후 더 이상 페깅을 유지하지 못해 스테이블 코인으로써의 기능을 상실하였다.

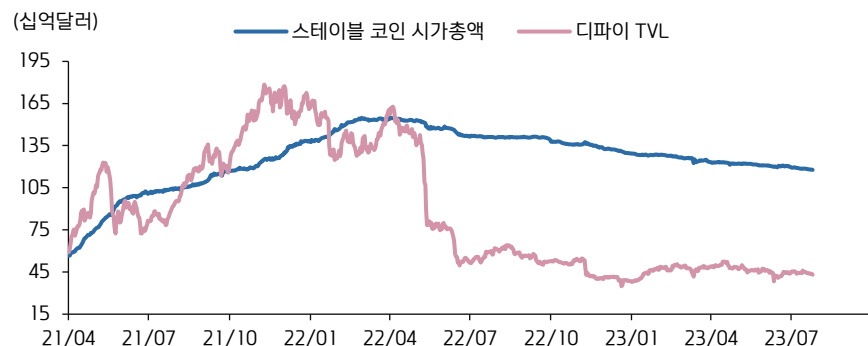
## 스테이블 코인의 용도

가상자산 생태계에서 스테이블 코인이 사용되는 사례를 살펴보면, 우선 가상자산 거래를 들 수 있다. 국내의 경우 원화를 사용한 거래가 가장 일반적이긴 하나, 바이낸스 등 주요 중앙화 거래소 내 거래에서 USDT가 차지하는 비중은 2023년 6월 기준 58% 이상이다. 특히 다양한 중앙화 거래소를 통해 가상자산 거래를 하는 경우 법정화폐 대비 스테이블 코인을 사용한 송금이 더욱 빠르고 간편하다는 점도 스테이블 코인 거래 비중이 높은 이유 중 하나로 볼 수 있다. 물론 비트코인으로도 빠른 송금과 가상자산 거래가 가능하다. 그러나 송금 시간 동안 발생할 수 있는 가치의 하락 가능성 등으로 주요 거래소 내 가상자산 거래에서 비트코인이 차지하는 비중은 2% 수준에 불과하다.

또한 유럽중앙은행은 디파이(DeFi) 서비스의 활성화로 스테이블 코인의 사용처가 더욱 늘어나게 되었다고 분석했다. 스테이블 코인은 탈중앙화거래소 (DEX)내 가상자산 거래에 활용될 수 있고 예금이나 대출 등의 금융 서비스에도 활용할 수 있기 때문이다. 가상자산과 달리 스테이블 코인의 경우 가치가 안정적인 만큼, 일부 스테이블 코인 발행사에서는 스테이블 코인으로 디파이 서비스를 이용할 경우 가상자산 대비 안정적으로 수익률을 유지할 수 있다고 언급하기도 했다. 실제로 2021년부터 디파이 서비스가 가파른 성장을 보이는 동안 스테이블 코인의 시가총액도 늘어난 만큼, 블록체인 생태계 상에서 형성되는 다양한 서비스가 스테이블 코인의 수요에도 영향을 미친 것으로 해석할 수 있다.

이를 고려하면, 스테이블 코인은 변동성이 큰 가상자산 생태계 내에서 가치를 안정적으로 유지하고 이전도 자유로운 수단에 대한 수요에서 출발한 것으로 볼 수 있다. 이번주 자료를 통해 스테이블 코인의 종류와 형태, 그리고 전반적인 특징에 대해서 알아보았다. 다음주 자료에서는 세가지 종류의 스테이블 코인 중 가장 많은 발행량을 보이는 법화 담보형 스테이블 코인과 이와 관련된 이슈에 대해 더욱 상세하게 살펴보고자 한다.

### 스테이블 코인의 시가총액과 디파이 TVL



자료: DefiLlama, 키움증권 리서치센터